

3. Il mercato internazionale dei titoli di debito

Le emissioni sia lorde che nette di titoli di debito internazionali hanno registrato una parziale ripresa nel quarto trimestre 2001, dopo il brusco calo del trimestre precedente. Ciò potrebbe in parte rispecchiare il trasferimento al quarto trimestre di emissioni sospese nel terzo a causa delle gravi turbative provocate dagli attacchi dell'11 settembre. Dai dati di fine 2001 si possono rilevare interessanti differenze nel comportamento dei prenditori a seconda della nazionalità e della valuta di denominazione. Gli emittenti di obbligazioni e notes in dollari USA e sterline hanno manifestato una netta preferenza per i titoli ordinari a tasso fisso, mentre nei comparti dell'euro e dello yen si è osservata una propensione per le strutture a tasso variabile. L'incremento delle emissioni nette da parte di residenti USA deriva in ampia misura dal calo dei rimborsi, mentre all'origine del mercato aumento dei collocamenti netti in Europa vi è un'ondata di emissioni annunciate. Nel segmento a più breve termine l'attività netta in strumenti del mercato monetario internazionale è rimasta negativa, fatta eccezione per il subcomparto della commercial paper. Le emissioni nette dei mercati emergenti hanno segnato un lieve recupero, pur rimanendo notevolmente inferiori ai livelli del 1999 e 2000. Come rilevato nel "Quadro generale degli sviluppi", le condizioni creditorie sui mercati mobiliari internazionali sembrano essersi allentate nel corso del quarto trimestre, ma solo rispetto alla situazione restrittiva prevalente a fine estate.

Differenze nell'attività di emissione a seconda dell'area geografica e della valuta

Nel quarto trimestre le emissioni nette di titoli di debito internazionali sono aumentate del 53%, a \$270 miliardi, segnando un netto recupero sul drastico e forse anomalo calo del trimestre precedente (tabella 3.1). Nondimeno, esse rimangono inferiori del 13% alla media trimestrale per il 2000. Le emissioni annunciate di obbligazioni e notes sono cresciute del 16%, portandosi a \$487 miliardi (tabella 3.2).

L'attività di emissione su base mensile presenta considerevoli differenze stagionali, tenendo conto che settembre è tradizionalmente uno dei mesi più intensi mentre agosto è il più debole. Come illustrato nel grafico 3.1, nel mese di settembre le emissioni annunciate di obbligazioni e notes internazionali sono

Riprendono quota le emissioni di titoli internazionali ...

... dopo gli sconvolgimenti del terzo trimestre

Aspetti principali dell'attività netta di emissione nei mercati internazionali dei titoli di debito

in miliardi di dollari USA

	2000	2001	2000	2001				Stock a fine dic. 2001
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
Totale emissioni nette	1 243,5	1 071,1	312,9	328,4	295,5	177,0	270,1	7 247,5
Strumenti del mercato monetario ¹	152,1	- 79,3	46,6	2,2	- 26,2	-45,6	- 9,8	397,5
<i>Commercial paper</i>	55,2	26,9	23,3	22,3	10,1	- 12,0	6,5	243,1
Obbligazioni e notes ¹	1 091,3	1 150,4	266,2	326,2	321,6	222,7	279,9	6 850,0
<i>A tasso variabile</i>	359,2	306,1	90,7	86,4	72,0	75,0	72,8	1 745,2
<i>Ordinarie a tasso fisso</i>	715,4	808,5	166,1	236,0	239,0	142,2	191,2	4 833,7
<i>Collegate ad azioni</i>	16,7	35,7	9,4	3,8	10,5	5,5	15,9	271,2
Paesi sviluppati	1 163,1	995,2	302,8	314,0	256,1	164,0	261,0	6 287,5
<i>Stati Uniti</i>	467,2	483,6	125,9	153,3	121,2	94,8	114,4	2 225,8
<i>Area dell'euro</i>	559,9	429,2	138,9	147,1	100,6	66,0	115,5	2 572,5
<i>Giappone</i>	- 25,8	- 12,2	- 5,4	- 4,0	2,3	- 6,8	- 3,7	260,0
Centri offshore	15,0	20,8	3,1	7,3	5,4	4,6	3,5	90,1
Economie emergenti	42,8	39,1	- 0,7	8,9	28,4	- 2,6	4,4	486,5
Istituzioni internazionali	22,6	16,0	7,6	- 1,8	5,5	11,0	1,2	383,4
Settore privato	975,6	807,7	253,1	267,0	219,2	121,7	199,8	5 418,8
<i>Istituzioni finanziarie²</i>	802,8	642,0	203,5	222,7	161,3	102,3	155,6	4 352,2
<i>Imprese private</i>	172,7	165,7	49,6	44,3	57,9	19,3	44,2	1 066,7
Settore pubblico ³	245,3	247,4	52,2	63,2	70,7	44,4	69,1	1 445,3
<i>Amministrazioni centrali</i>	52,6	38,0	- 3,6	9,2	23,3	- 2,3	7,9	515,6
<i>Altri enti pubblici</i>	192,7	209,4	55,8	54,0	47,5	46,7	61,3	929,6
<i>Per memoria: CP del mercato interno⁴</i>	255,9	-130,3	124,9	-57,0	- 63,1	-49,2	39,1	1 918,9
<i>di cui: USA</i>	208,3	-161,2	42,5	-63,1	- 67,9	-58,5	28,3	1 440,9

¹ Escluse le notes emesse da non residenti sul mercato interno. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie. ³ Escluse le istituzioni internazionali. ⁴ I dati per il quarto trimestre 2001 sono parzialmente stimati.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorità nazionali; BRI.

Tabella 3.1

state inferiori del 27%, ossia di \$53 miliardi, al livello atteso in base a fattori stagionali. Paiono quindi confermate le indicazioni empiriche secondo cui l'attività è stata profondamente alterata dagli eventi dell'11 settembre. Per contro, gli annunci in ottobre, novembre e dicembre sono stati in media superiori del 13% ai loro valori stagionali attesi, dando luogo a una crescita complessiva di quasi \$55 miliardi. Ciò starebbe a indicare che l'aumento delle emissioni nel quarto trimestre rappresenta in ampia misura un recupero di attività dopo il livello insolitamente basso di settembre, più che un incremento di fondo della domanda o dell'offerta di finanziamento.

In netta crescita le emissioni UE ...

In termini di nazionalità, le emissioni nette dei mutuatari della UE sono quasi raddoppiate, portandosi a \$143 miliardi, mentre quelle annunciate sono cresciute del 20%. Hanno concorso significativamente all'espansione

complessiva i collocamenti netti del Regno Unito, pressoché triplicati a \$27 miliardi, ma anche nell'area dell'euro l'attività è stata intensa, con un aumento del 75% delle emissioni nette, a \$115 miliardi, e del 19% di quelle annunciate, a \$345 miliardi. I residenti olandesi e italiani hanno fornito il maggior contributo alla crescita, mentre la raccolta netta dei mutuatari tedeschi è salita dell'11% soltanto rispetto al basso livello del terzo trimestre.

Le emissioni lorde internazionali di residenti USA sono viceversa diminuite dell'8%. L'aumento dei collocamenti netti (+21%, a \$114 miliardi) è dovuto a un calo analogo nei rimborsi. Il riscatto anticipato di emissioni è praticamente cessato. In Giappone le emissioni sono rimaste negative su base netta, pur aumentando marginalmente su base lorda.

... mentre diminuiscono i rimborsi negli USA

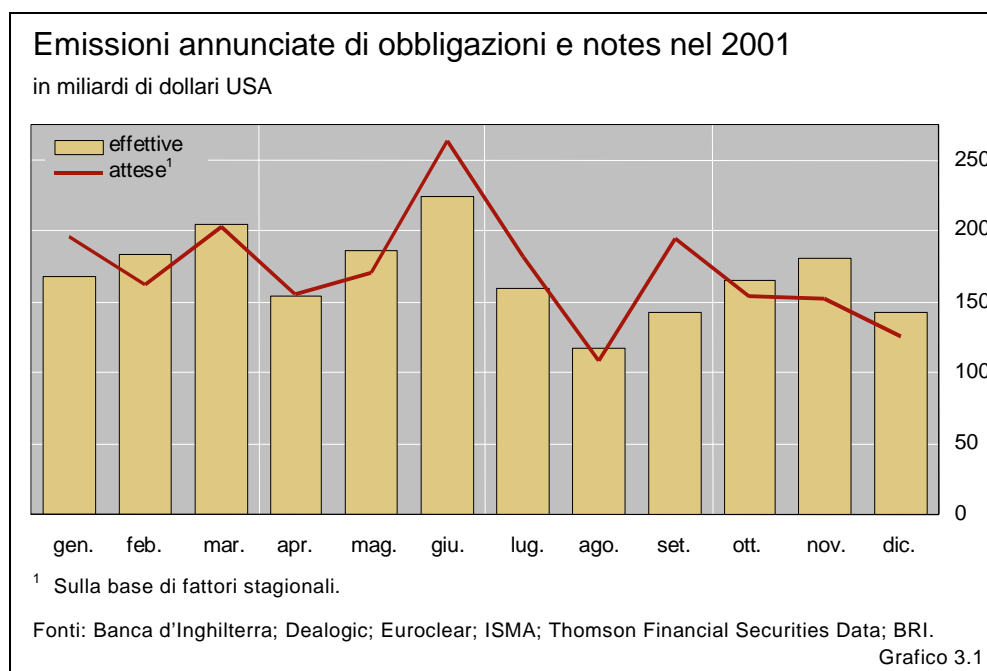
La scomposizione per valuta delle emissioni rispecchia in ampia misura quella geografica (tabella 3.3). I collocamenti lordi in euro sono cresciuti del 38%, a \$284 miliardi, una cifra che rasenta il picco massimo, mentre in termini netti essi sono raddoppiati rispetto al terzo trimestre. Nel comparto della sterlina le emissioni lorde hanno toccato il livello record di \$78 miliardi, e sono cresciute del 160% al netto dei rimborsi. Per quanto riguarda il dollaro USA, analogamente alla raccolta dei mutuatari statunitensi, si è registrato un lieve calo su base lorda, ma un aumento del 22% su base netta.

Attività lorda di emissione nei mercati delle obbligazioni e notes internazionali							
in miliardi di dollari USA							
	2000	2001	2000	2001			
	Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Totale emissioni annunciate	1 707,7	2 025,3	384,5	555,3	564,1	418,8	487,2
A tasso variabile	521,0	554,4	128,6	134,4	134,9	139,1	146,1
Ordinarie a tasso fisso	1 130,2	1 403,3	242,1	408,8	410,9	268,7	314,9
Collegate ad azioni ¹	56,5	67,6	13,8	12,1	18,3	11,0	26,2
Dollaro USA	794,5	980,1	179,5	261,1	286,1	222,9	210,0
Euro	582,7	721,7	134,8	214,8	191,8	123,6	191,4
Yen	129,1	119,5	19,2	27,5	36,0	32,0	24,0
Altre valute	201,4	203,9	51,0	51,8	50,1	40,2	61,7
Settore privato	1 322,6	1 478,7	304,9	412,6	400,9	293,4	371,8
Istituzioni finanziarie ²	1 090,4	1 173,0	252,4	333,1	308,4	244,5	287,0
Imprese private	232,2	305,7	52,5	79,5	92,6	48,9	84,8
di cui: società telecom	115,3	133,3	19,6	49,2	29,2	15,9	39,0
Settore pubblico	316,0	472,1	65,1	125,8	140,4	105,3	100,6
Amministrazioni centrali	92,9	107,0	4,5	31,2	49,4	13,0	13,3
Altri enti pubblici	223,1	365,1	60,5	94,5	90,9	92,3	87,3
Istituzioni internazionali	69,2	74,5	14,5	17,0	22,7	20,1	14,7
Emissioni perfezionate	1 709,5	2 023,3	420,3	543,7	553,4	429,0	497,1
Per memoria: rimborsi	618,1	872,9	154,0	217,5	231,8	206,4	217,2

¹ Obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant azionario. ² Banche commerciali e altre istituzioni finanziarie.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.2

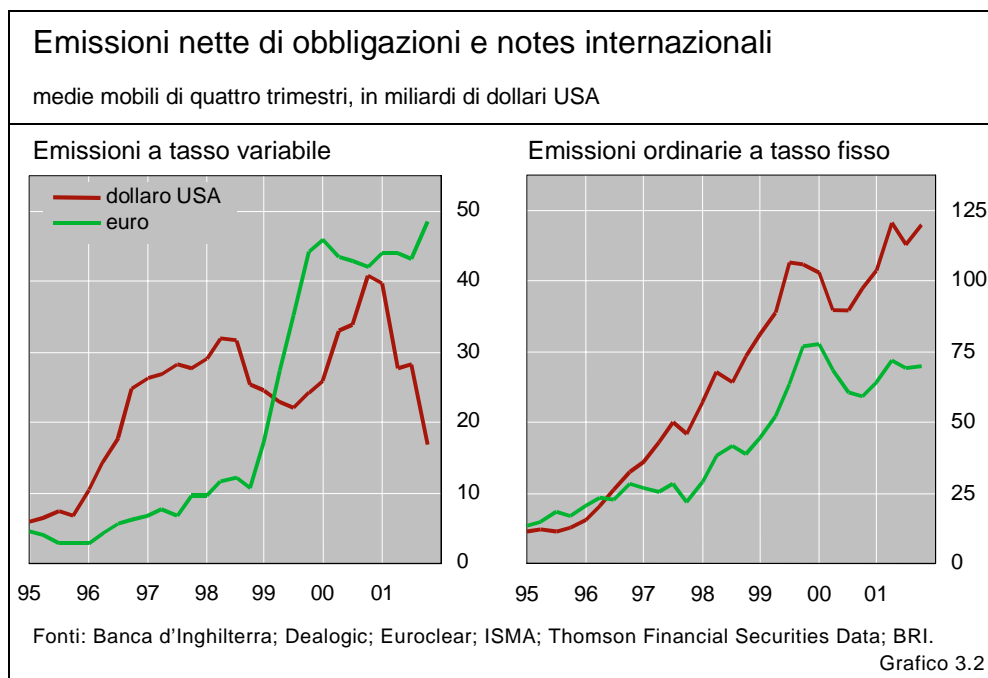


Preferenza per gli strumenti a tasso fisso degli emittenti in dollari USA e sterline ...

Da una disaggregazione delle emissioni del quarto trimestre per valuta e per struttura di tasso emerge un'interessante differenza nel comportamento dei prenditori (grafico 3.2): gli emittenti in dollari e sterline hanno manifestato una spiccata preferenza per le obbligazioni e notes a tasso fisso, mentre quelli in euro e yen si sono orientati verso strumenti a tasso variabile. Questa diversa propensione indicherebbe che gli operatori ritengono conclusa la fase discendente del ciclo dei tassi negli Stati Uniti e nel Regno Unito e che prevedono un loro aumento su tutta la gamma di scadenze, mentre tra gli emittenti in euro prevale l'incertezza o l'attesa di un ulteriore calo dei tassi d'interesse all'interno dell'area. Tali aspettative sarebbero in linea con le curve dei rendimenti illustrate nel "Quadro generale degli sviluppi": decisamente ascendenti negli Stati Uniti e invertite a breve scadenza nell'area dell'euro. Gli emittenti in yen potrebbero non essere disposti a pagare il crescente premio a termine incorporato nella curva dei rendimenti in yen in previsione di un prolungato periodo di bassi tassi d'interesse a breve.

Le emissioni nette di obbligazioni e notes ordinarie a tasso fisso in dollari sono cresciute del 43%, e quelle in sterline sono raddoppiate. In termini relativi (ma non assoluti), l'aumento della raccolta in valuta USA origina in buona parte da un calo dei rimborsi, con un lieve incremento delle operazioni annunciate; le emissioni lorde di obbligazioni e notes a tasso fisso in sterline sono salite del 134%. Nel comparto a tasso variabile, per converso, è stata registrata una netta contrazione nelle emissioni annunciate sia in dollari sia in sterline, scese rispettivamente del 37 e del 23%. In termini netti, i collocamenti in dollari sono risultati negativi per la prima volta dagli inizi del 1992, mentre quelli in sterline sono rimasti positivi, pur perdendo il 14% rispetto al terzo trimestre.

Gli emittenti in euro hanno manifestato invece una preferenza per gli strumenti a tasso variabile. Le emissioni nette di obbligazioni e notes con



queste caratteristiche di valuta e di tasso sono aumentate dell'83%, a \$64 miliardi, superando sia il volume dei prestiti a tasso fisso (\$58 miliardi) sia il ritmo di crescita del terzo trimestre (36%). I collocamenti netti in yen a tasso variabile hanno segnato un recupero del 25% rispetto al periodo precedente, mentre quelli a tasso fisso sono calati da \$2 a -5 miliardi.

Anche le emissioni di obbligazioni e notes collegate ad azioni hanno evidenziato andamenti divergenti a seconda della valuta di denominazione. Nel comparto dell'euro la raccolta netta mediante titoli convertibili si è quintuplicata, portando il totale delle emissioni collegate ad azioni a \$16 miliardi su base netta, una cifra senza precedenti negli ultimi 12 anni (tabella 3.1). Le operazioni annunciate in questa valuta sono ammontate a \$16 miliardi, di cui oltre \$4 miliardi di competenza della sola France Telecom, su un ammontare complessivo di \$26 miliardi (tabella 3.2). Per contro, le emissioni nette in dollari di titoli collegati ad azioni sono diminuite di quasi il 70% rispetto al terzo trimestre.

Nel periodo sotto rassegna la scadenza media delle emissioni di obbligazioni e notes internazionali si è allungata a 9,7 anni, dai 7,2 anni del trimestre precedente. L'incremento è dovuto in parte alla più alta incidenza delle emissioni in sterline, che presentano solitamente scadenze più lunghe rispetto a quelle in altre valute. Vi ha anche contribuito la preferenza per le emissioni in euro a tasso variabile, la cui scadenza media è salita da 7,4 anni del terzo trimestre a 12 anni nel quarto.

Le imprese non finanziarie guidano la ripresa delle emissioni del settore privato

Nel quarto trimestre i settori sia pubblico che privato hanno accresciuto la loro raccolta netta, ma su base lorda le emissioni pubbliche hanno continuato a

... mentre quelli in euro e yen optano per i titoli a tasso variabile

Deciso aumento delle emissioni collegate ad azioni, specie nel comparto dell'euro

ridursi (tabelle 3.1 e 3.2). L'indebitamento netto del settore pubblico sui mercati mobiliari internazionali è aumentato del 56%, a \$69 miliardi, per effetto principalmente di un calo del 29% dei rimborsi. Le agenzie federali USA hanno fornito ancora una volta un importante contributo a questo incremento. L'attività di emissione delle istituzioni internazionali ha subito una contrazione dell'89% in termini netti, scendendo a poco più di \$1 miliardo.

Forte ripresa delle emissioni societarie

Le emissioni nette del settore privato sono cresciute del 64% rispetto al terzo trimestre, portandosi a \$200 miliardi, e quelle lorde del 15%. Nondimeno, esse restano molto al disotto della media trimestrale del 2000. Gli emittenti societari hanno guidato la ripresa, aumentando le emissioni annunciate del 34% e quelle nette nella misura record del 129%. In molti casi le richieste di sottoscrizione sono state maggiori dell'offerta, specie in novembre e dicembre. Nel quarto trimestre le istituzioni finanziarie hanno cominciato a invertire la dinamica discendente dei due periodi precedenti, aumentando la raccolta netta del 52%. Il settore finanziario statunitense si è tuttavia discostato da questa tendenza, riducendo le emissioni nette del 16%.

I collocamenti netti di obbligazioni quotate hanno continuato a diminuire nel quarto trimestre (grafico 3.3). Invero, nella classe AAA essi sono aumentati rispetto al periodo precedente, pur rimanendo al disotto della media trimestrale del 1999-2000. Le emissioni nette di altri titoli di qualità bancaria si sono ulteriormente ridotte, e sono divenute negative quelle di categoria inferiore.

Emissioni nette di titoli di debito internazionali per area geografica e valuta¹

in miliardi di dollari USA

Area geografica/valuta		2000	2001	2000	2001			
		Anno	Anno	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Nord America	Dollaro USA	379,0	401,7	103,3	123,0	96,4	85,0	97,3
	Euro	44,6	64,2	10,8	20,9	15,6	7,0	20,7
	Yen	17,2	16,5	3,2	3,3	5,2	6,4	1,5
	Altre valute	18,6	7,6	8,9	5,1	3,3	-1,5	0,7
Europa	Dollaro USA	171,8	48,3	54,0	24,9	13,1	-2,9	13,2
	Euro	412,5	399,1	104,8	128,3	103,4	57,2	110,1
	Yen	40,9	-2,9	-2,5	-6,0	1,7	4,0	-2,6
	Altre valute	86,7	67,6	23,7	19,0	10,3	11,8	26,5
Altre aree	Dollaro USA	62,5	55,0	4,9	7,7	36,6	9,4	1,2
	Euro	15,1	12,9	2,0	5,4	4,3	0,5	2,7
	Yen	-20,4	-2,4	-4,6	-3,3	4,5	-2,5	-1,0
	Altre valute	15,1	3,5	4,4	0,3	1,0	2,5	-0,2
Totale	Dollaro USA	613,3	504,9	162,1	155,5	146,1	91,6	111,7
	Euro	472,1	476,2	117,7	154,6	123,4	64,7	133,5
	Yen	37,7	11,2	-4,0	-6,0	11,3	8,0	-2,1
	Altre valute	120,4	78,8	37,1	24,4	14,6	12,8	27,0

¹ In base alla nazionalità del mutuatario.

Fonti: Banca d'Inghilterra; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tabella 3.3

Hanno invece ripreso a crescere i collocamenti privi di rating, grazie forse all'incremento relativo delle emissioni di mutuatari europei, meno soggetti all'attribuzione di rating rispetto ai loro omologhi americani.

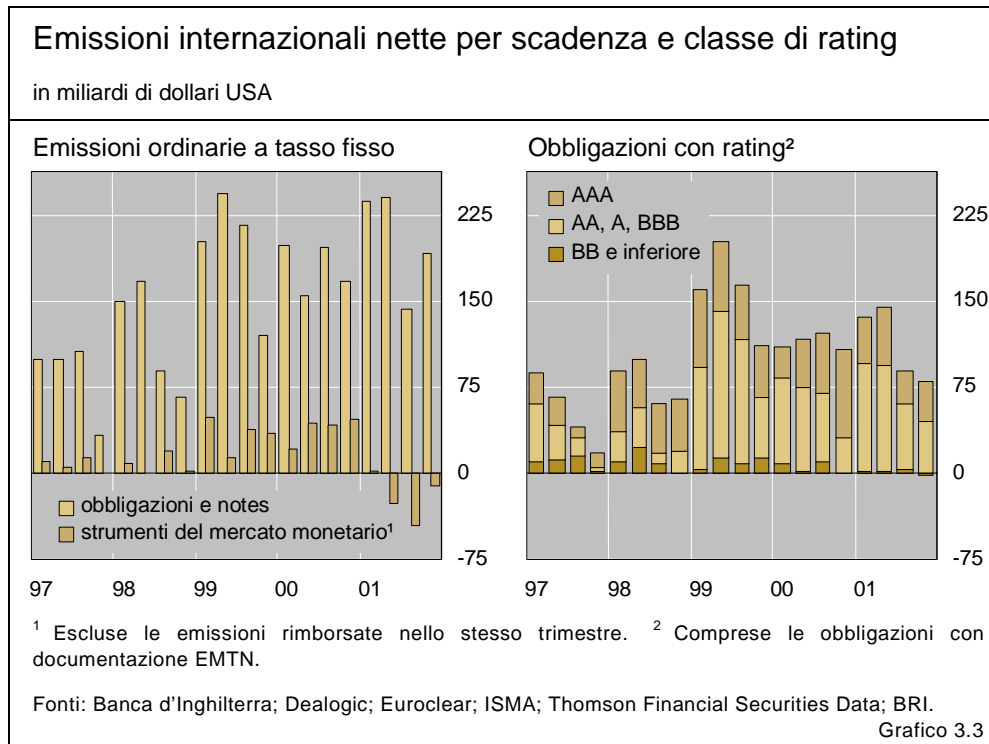
La raccolta netta sul mercato monetario internazionale è migliorata nel quarto trimestre dopo la brusca flessione del terzo, pur rimanendo su valori negativi (tabella 3.1). Il progresso è ampiamente riconducibile alle emissioni nette di commercial paper (CP) sui mercati internazionali, tornate positive nel periodo in esame. Sul mercato interno statunitense le nuove sottoscrizioni di CP hanno superato i rimborsi, anche se l'attività netta di emissione dei residenti USA sul mercato internazionale è rimasta negativa. La debole dinamica si spiega in parte con i declassamenti subiti da alcuni dei prenditori generalmente più attivi, che hanno trovato migliore accoglienza sul comparto obbligazionario. Sia sul mercato interno USA che su quello internazionale della CP, il forte recupero delle emissioni nette di istituzioni finanziarie ha compensato la prevalenza dei rimborsi nel settore non finanziario.

Le emissioni nette di strumenti del mercato monetario restano negative ...

... ma i collocamenti di CP delle istituzioni internazionali tornano a superare i rimborsi

Attività di emissione ancora depressa sui mercati emergenti

Le emissioni nette delle economie emergenti sono tornate su valori positivi nel quarto trimestre; tuttavia, con un volume di appena \$4 miliardi, esse risultano modeste se confrontate alle medie trimestrali del biennio 1999-2000. Ciò si è verificato nonostante l'ampia contrazione degli spreads sul debito di questo gruppo di prenditori rilevata nel "Quadro generale degli sviluppi". Anche le emissioni lorde hanno segnato un recupero, salendo del 43%, a \$21 miliardi, rispetto al terzo trimestre.



La variazione dell'attività netta di emissione nell'area emergente origina in ampia misura da due paesi: Corea del Sud e Messico. Per effetto di un sostanziale calo dei rimborsi da parte del governo messicano, i collocamenti netti di residenti del paese sono passati da $-\$6,9$ miliardi nel terzo trimestre a zero nel quarto. Nel caso della Corea del Sud è stato il settore privato a contribuire alla crescita delle emissioni, salite su base netta da $-\$1,3$ a $1,6$ miliardi.